

Corporate governance in perspectief

Piet Moerland

Bijna twintig jaar geleden heeft Demsetz een belangwekkend artikel gepubliceerd over wat wij tegenwoordig aanduiden met het begrip corporate governance¹. Hij schetst daarin een concurrentietheorie over de optimale corporate governance-structuur van ondernemingen.



Daarvan vormt de eigendoms- of aandeelhoudersstructuur een wezenlijk element. Kent de onderneming een wijdverspreid aandelenbezit of juist een meer geconcentreerde structuur? Wie zijn de aandeelhouders en welke zijn hun rechten? Is er een dominante grootaandeelhouder, en zo ja, heet die aandeelhouder dan misschien Agnelli of is het een administratiekantoor? Overigens, die laatste term bezigde Demsetz niet (evenmin als Agnelli), want dat is een typisch Nederlands fenomeen, dat hoort bij aandelen-certificering. Maar de bedoeling is duidelijk, de eigendomsstructuur van een onderneming is van cruciaal belang voor de corporate governance. Kijk eens naar de privatiseringslagen in voormalig Oost-Europa, zo meteen onze EU-partners, en naar een land als China, waar zelfs doden zijn gevallen onder het volk in het gedrang om toch maar enkele aandeltjes in beursnieuwelingen aan de Beurs van Shenzhen te bemachtigen.

Maar nu terug naar Demsetz. Ook hij beschouwt corporate governance – overigens zonder die term als zodanig te bezigen – als een ‘struggle for life’, als een evolutieproces, waarin de ‘survival of the fittest’ heerst, dat wil zeggen die praktijk zal overleven die

zich het best aan allerlei omstandigheden weet aan te passen. Door de concurrentieprocessen, die zich gedurig en met wisselende intensiteit in markteconomieën voltrekken, moeten ondernemingen voortdurend adapteren, ook wat betreft hun eigendoms- en beheersstructuren, dus hun corporate governance. Empirisch onderzoek wijst keer op keer uit dat de relatieve concentratie van het aandelenbezit van beursvennootschappen op het continent van Europa – vooral in de Latijnse landen – traditioneel hoger ligt dan in het Verenigd Koninkrijk of de Verenigde Staten. Vandaar dat de corporate governance-commissies in die landen, zoals de Preda-commissie in Italië en de Olivencia-commissie in Spanje, zoveel nadruk leggen op de noodzaak van een voldoende mate van onafhankelijkheid ten opzichte van de dominante grootaandeelhouders in de gelederen van hun one tier-bestuursorganen. Dit ter bescherming van de kleine externe aandeelhouders die niet in de gelegenheid zijn om te ‘monitoren’ of private voordelen te behalen. Algemeen wordt aangenomen dat het Angelsaksische common law-systeem een betere bescherming biedt aan kapitaalverschaffers dan de Napoleontische code civil². Daarom kon wijdverspreid aandelenbezit in de Angelsaksische wereld beter tot ontwikkeling komen en waren in Latijns-Europa grootaandeelhouders nodig om zelf voor hun rechten op te komen. Daar is de roep om bescherming van de rechten van minderheidsaandeelhouders nu relatief urgent.

Ook Nederland kent haar eigen historische context, met zelfs mondiaal gezien unieke elementen zoals het structuurregime en sommige beschermingsmaatregelen. De Commissie Corporate Governance (Commissie-Peters) heeft vijf jaar geleden opgeroepen tot een herijking van de invloed van de kapitaalverschaffers. In een onlangs aan minister Hoogervorst aangeboden bundel over corporate governance wordt gerapporteerd over de vorderingen die er op dat terrein zijn geboekt³. Sommige beursvennootschappen zijn wat meer opgeschoven in de richting van one share – one

Prof. Dr. P.W. Moerland was tot 1 januari 2003 hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Corporate Governance aan de Universiteit van Tilburg.

vote, andere laten hun structuurregime doorzakken, mogelijk om wat wind uit de zeilen van de kapitaalverschaffers weg te nemen met het oog op de komende aanpassing van de structuurregeling, waarin een sterkere rol van de aandeelhoudersvergadering wordt voorzien. Ook wordt in deze bundel aangegeven dat de wetgever zich door een aantal van de veertig aanbevelingen heeft laten inspireren om tot codificatie ervan over te gaan. Zulks geldt bijvoorbeeld voor het aanbrengen van een scheiding tussen goedkeuring of vaststelling van de jaarrekening en de decharge van bestuurders en commissarissen, het creëren van een agenderingsrecht voor aandeelhouders, het bevorderen van stemmen bij volmacht, bepaalde aspecten van het toezicht en het betrachten van meer openheid inzake beloning van bestuurders en commissarissen. Met name op dit laatste onderdeel is de wetgever inmiddels aanzienlijk verder gegaan dan de Commissie-Peters destijds voorstelde. Wat toen binnen de Commissie maximaal haalbaar bleek, wordt thans als te minimaal beschouwd en is daarom niet langer wettelijk toereikend. Er is dus het een en ander gebeurd op het terrein van corporate governance in Nederland sinds het uitbrengen van de veertig aanbevelingen. Maar is er ook genoeg gebeurd?

De concurrentiedruk waarover Demsetz spreekt, is in de afgelopen jaren fors toegenomen. Door de voortgaande internationalisering van outputmarkten, kapitaalmarkten, arbeidsmarkten voor managers, en overnamemarkten is de context waarbinnen beursvennootschappen moeten opereren zich tamelijk drastisch aan het wijzigen. Beleggers hebben ondertussen hun aandelenportefeuilles in belangrijke mate geroteerd naar eurobeleggingen. Het Europese beursenlandschap is zich ingrijpend aan het herschikken. Beurzen gaan zelf naar de beurs en bevinden zich in een proces van opschaling. Het einde hiervan lijkt bepaald nog niet in zicht. Door dit alles wordt de 'struggle for life' voor beursondernemingen – zeker bij de waarderingsniveaus die thans vigeren – geïntensiveerd.

De afgelopen twee jaar zijn in Amsterdam veertig fondsen uit de notering verdwenen. Daar staat maar één introductie tegenover⁴. Een teken aan de wand? De soort wordt toch niet met uitsterven bedreigd? Zo somber mogen wij nu, denk ik, ook weer niet zijn. Feit is wel dat de lasten van het hebben van een beursnotering in een aantal gevallen de lusten ervan lijken te overtreffen. De geschiedenis laat overigens zien dat de populariteit van het fenomeen beursvennootschap een cyclisch verloop kent⁵. Maar het is en blijft een 'struggle' en aanpassingen zijn nu eenmaal geboden.

Inmiddels is het speelveld voor het ontwikkelen van corporate governance-codes ook geïnternationaliseerd. In 1999 heeft de OECD een raamwerk van corporate governance-principes geformuleerd, die als voorbeeld mogen dienen. Op Europese schaal heeft de Commissie-Winter duidelijke contouren aangegeven. Daarbij wordt eveneens aangedrongen op versterking van de positie van de kapitaalverschaffers.

In ons land bestaat nu behoefte aan een 'update' van de veertig aanbevelingen van de Commissie-Peters. Daarbij zal verdere aansluiting bij internationale ontwikkelingen moeten worden gezocht.

Door de boekhoudschandalen en andere verwerpelijke praktijken is het maatschappelijk vertrouwen in het bedrijfsleven en de financiële wereld danig aangetast. Ook al bevat de mand maar één rotte appel, men weet niet zeker of de andere mogelijk zijn aangetast. Als een natuurlijke reflex wordt de regulering verder opgeschroefd en alles en iedereen komt onder werkelijk onafhankelijk toezicht te staan. Het zijn, zoals steeds, de goeden die onder de kwaden moeten lijden. Het is jammer, dat het debat over corporate governance hierdoor in een defensieve sfeer wordt gezogen. De aandacht gaat noodgedwongen vooral uit naar wat het bedrijfsleven en de financiële wereld zoal bedreigt, terwijl het bij de uitoefening van ondernemerschap in een vrije markteconomie toch ook vooral gaat om het benutten van kansen. Vrije marktwerking en ondernemerschap fungeren veelal als krachtige stuwars van economische vooruitgang en welvaartsvermeerdering. Dat ondernemerschap mag niet door overregulering op slot worden gezet. Ook in het debat over corporate governance moet dit onder ogen worden gezien. Naast correctie en inperking van verwerpelijk gedrag is ook aanmoediging van opbouwend gedrag nodig. Naast de – overigens terechte – aandacht die er heden ten dage is voor alles wat te maken heeft met risicobeheersing, dient er tegelijkertijd voor te worden gewaakt dat het aangaan van het ondernemingsrisico zelf in de kiem wordt gesmoord. ■

1 H. Demsetz (1983), The structure of ownership and the theory of the firm, in: Journal of Law and Economics, 26, pp. 375-390.

2 Vergelijk: R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer en R. Vishny (2000), Investor protection and corporate governance, in: Journal of Financial Economics, 58, pp.3-27.

3 Corporate Governance in Nederland 2002: de stand van zaken, Nederlandse Corporate Governance Stichting, Amsterdam.

4 Bron: Het Financieel Dagblad d.d. 13 december 2002.

5 Vergelijk: P.Frentrop (2002), Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC: Corporate Governance 1602-2002, Prometheus, Amsterdam.